



Metals Focus

贵金属月报

第55期 - 2020年6月



Metals Focus 感谢其合作单位 — 中国黄金协会
对《贵金属月报》中文版的支持



Metals Focus 感谢以下机构
对《贵金属月报》中文版的支持



www.valcambi.com



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



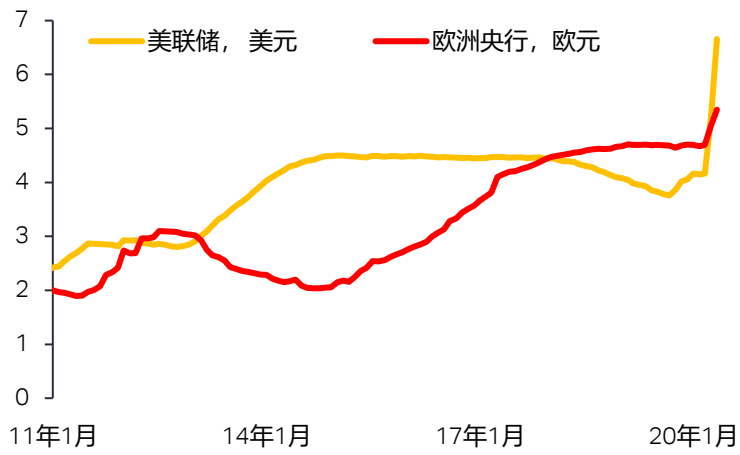
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- ▶ 尽管新冠肺炎确诊病例数继续上升，且美中两国间的紧张关系持续升级，但主要经济体逐步重启经济，并持续实施货币和财经刺激措施，支撑市场情绪向好。
- ▶ 5月份，全球股市继续反弹，回升之势延续至6月初。撰写本报告之时(6月5日)，标普500指数已重返三个月来的高位，仅比历史峰值低12%。不仅股市强劲反弹，大宗商品的价格亦稳健回升，例如，6月初油价就自3月份以来首度逼近40美元。
- ▶ 主要经济指标均显示5月份经济活动极为疲弱，不过经济初步企稳的迹象已浮现，美国最新发布的非农就业数据好于预期就是一个例子。由于预期转向乐观，美国国债收益率曲线已变得更为陡峭，其中2年期和10年期国债收益率差值已升至两个月来的高点，5年期与30年期国债收益率差值更触及2017年以来的最高点。
- ▶ 展望未来，我们已大幅上调所作的金价预测，相应地也上调了所作的银价和铂价预测。
 - ▶ 随着流动性紧张状况的持续缓解，金融市场上各类资产因遭抛售而再次暴跌的风险已降低(在前几期月报中，我们一直认为这是近期金价上行面临的主要挑战)。
 - ▶ 虽然3月下旬以来股市急剧反弹，但其对投资资金流入黄金市场的影响甚微，尤其是对长线投资者的影响。这凸显出在经济前景黯淡，利率处于历史低位的大环境下，黄金作为财富保值手段的吸引力日益上升。
 - ▶ 我们仍对股市近期涨势的稳定性和可持续性持怀疑态度，预期黄金将受益于主要经济体央行的大规模流动性注入。
 - ▶ 近几周来美中两国指责对方的言辞日益严厉。两国间的关系很可能持续处于高度紧张状态，在今年11月美国总统大选之前，难见缓和。

宏观经济现状与展望

美联储与欧洲央行资产负债表，万亿元



*2020年4月3日数据。来源: Bloomberg

美国2年期-10年期国债利率差



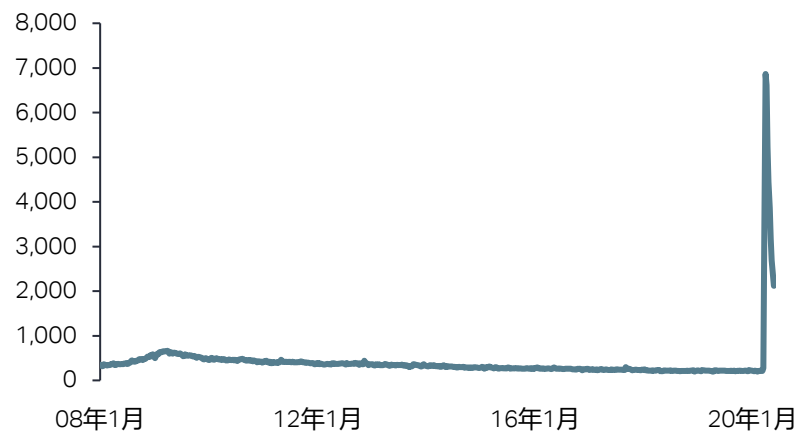
来源: Bloomberg

美元指数&黄金价格



来源: Bloomberg

美国失业救济申请人数，千人



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

5月份，黄金连续第二个月上涨，自3月份触及年内低点以来持续大幅回升。5月18日金价触及1,766美元/盎司，创出七年来新高后，上涨动能衰减。撰写本报告之时，已跌破1,700美元/盎司这一重要心理关口。

- ▶ 投资者涌向优质资产仍是推动资金流入黄金市场，进而推高5月份金价的主要驱动力。无迹象显示资金流入黄金ETPs（交易所交易产品）的步伐已放缓，5月份全球黄金ETPs的增量连续第三个月超过150吨即为明证。
- ▶ 不过也应看到，3月下旬以来纽约商品交易所（Comex）黄金成交价对伦敦市场金价的溢价飙升，已导致部分投资者对在Comex进行黄金交易的兴趣下降，使金价上行幅度受限。5月份，Comex黄金期货净多头仓数延续下行之势，下降22%后，月底时已降至2019年6月以来的最低点。
- ▶ 正如前面“宏观经济”部分已提到的，自上一期月报发布以来，我们已大幅上调所预测的黄金季度均价和波动范围。目前我们预计今年4季度，美元计价的金价就有望挑战1,921美元/盎司这一历史峰值。
- ▶ 一旦金价上试2011年创出的历史峰值，部分投资者很可能会锁定利润获利了结。因此，我们预计2021年1季度金价可能短暂回落。即使如此，利率处于创纪录低位，宏观经济环境亦整体疲弱，应继续利好于黄金投资，金价短暂回落后有望重拾升势。
- ▶ 在供应方面，随着政府放松防疫封锁政策，南非的地下黄金矿山已获准从6月1日起提高产能，最终恢复满负荷生产。不过由于其生产经营的特殊性，加之还有一些限制措施仍未解除，这些矿山恢复满负荷生产可能需要数周时间。

黄金市场现状与展望

➤ 主要实物黄金市场状况：

- 由于消费者对疫情的担忧减轻，加之商家也推出了很具吸引力的促销活动，推动商店客流量上升，五一长假期间中国首饰零售商的销售业绩喜人。不过首饰制造商和批发商称，由于零售商为将融资成本和价格风险降到最低，选择维持低库存水平，长假过后并未大量补充存货。
- 尽管印度一些邦的政府已允许位于新冠肺炎低发地区的首饰店从5月起恢复营业，印度黄金需求仍极为疲软。5月份印度黄金进口量连续第二个月接近于零。已恢复营业的首饰店称销售额只有正常状况下的20%-30%，而消费者的黄金回售数量也未见大幅上升。鉴于在新冠肺炎高发的大城市，封锁措施的实施期限已延长，我们预计6月份上述疲软的市况仍将延续。
- 由于流动性紧张，加之地区内主要市场继续实施封锁措施，5月份中东地区的黄金需求仍然疲软。在迪拜，由于对印度的黄金出口停止，本地黄金交易价已对伦敦市场金价折价。同样的，土耳其本地金价也持续对伦敦市场金价折价。

- **价格预测风险因素：**当前经济下行之势是否会长时间延续，是金价上行主要风险因素。若经济持续下行，可能导致全球股市爆发新一轮抛售潮，各国政府推出更为激进的货币和财政刺激措施亦可期。若出现此情景，对避险资产的需求将比我们当前预测的更为强劲，不过在初期因投资者为筹集现金而急于卖出黄金，金价可能暂时走低。

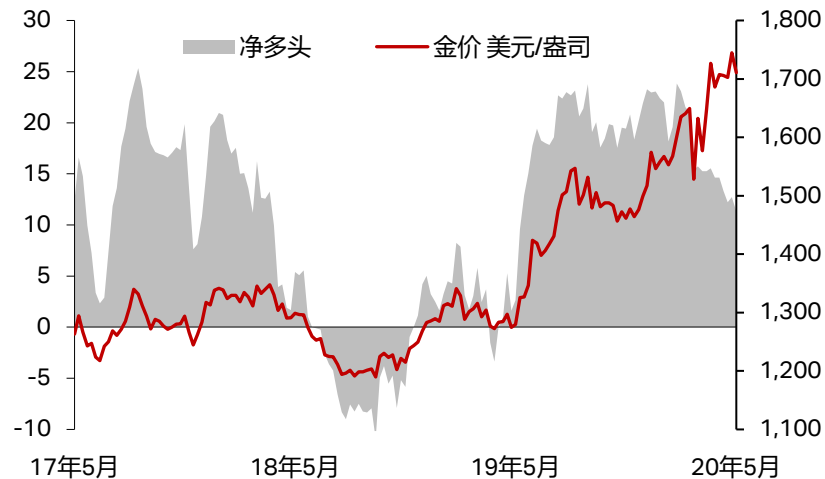
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



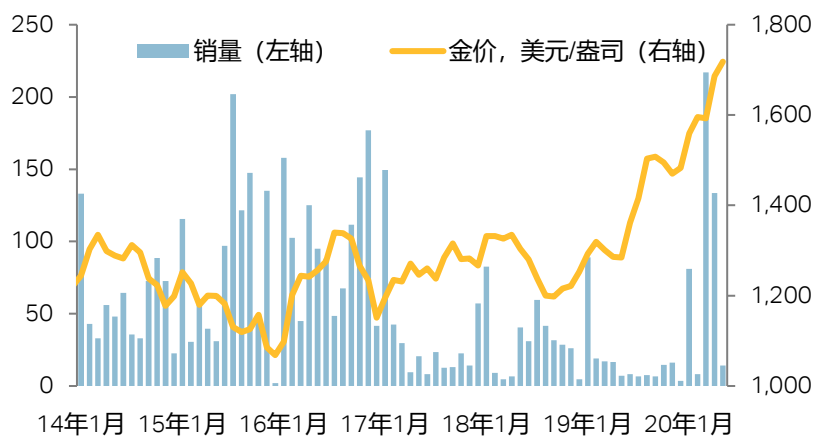
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



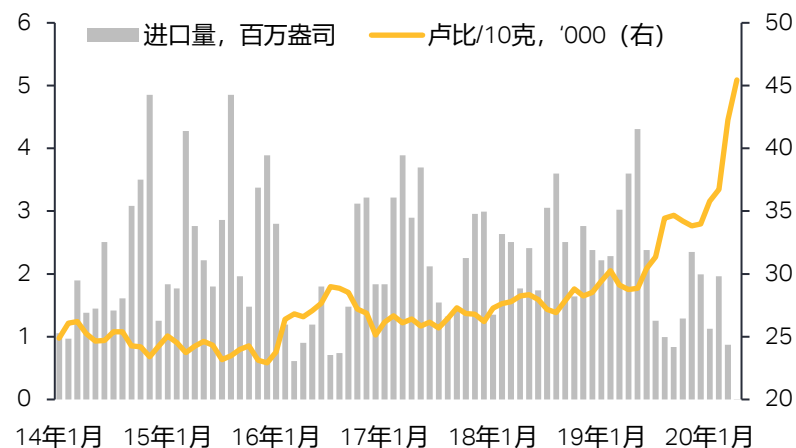
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

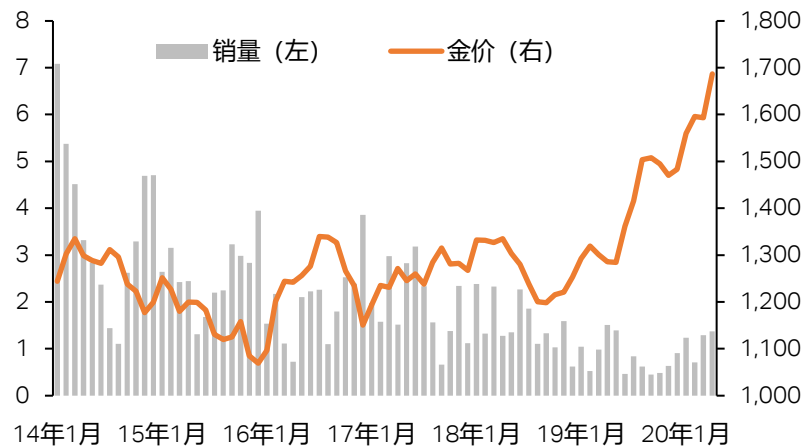
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

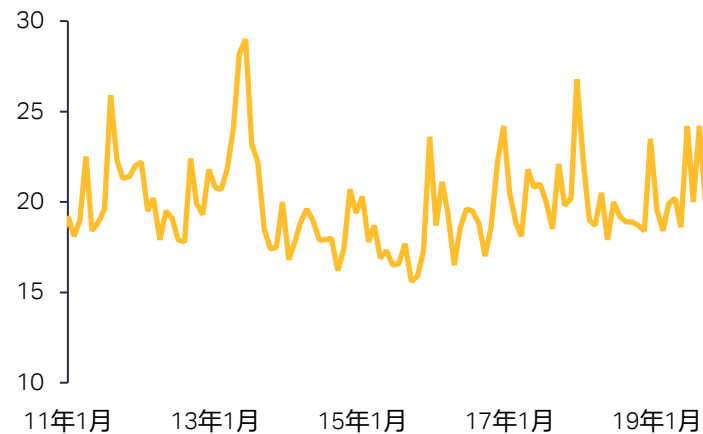
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



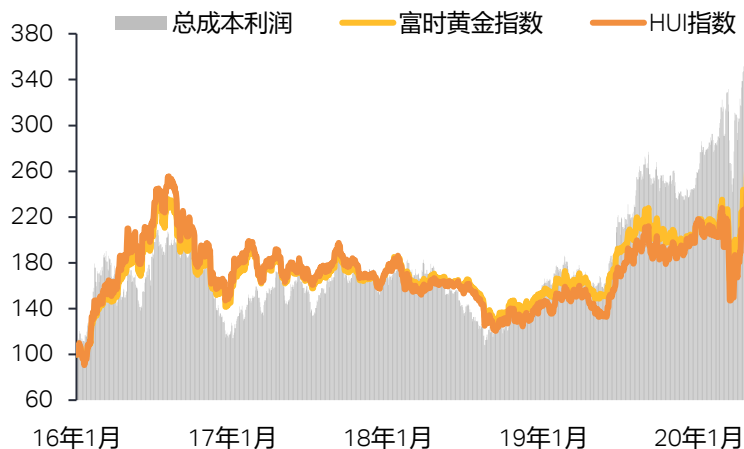
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



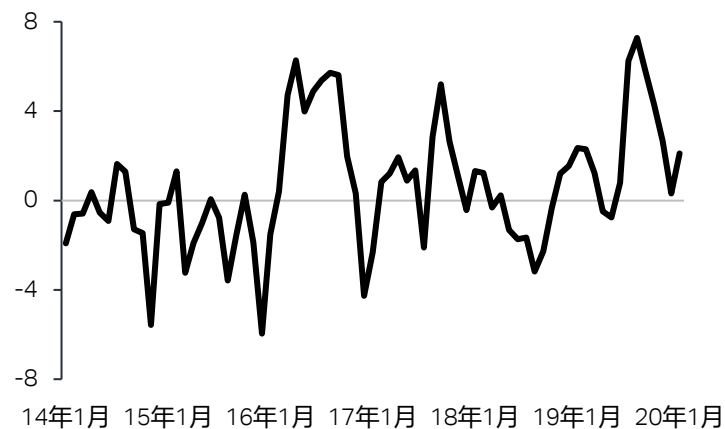
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

黄金矿产总成本利润*



* 指数 2016年1月1日=100
来源: Metals Focus, Bloomberg

英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS

白银市场现状与展望

5月份白银月内涨幅高达19%，一跃成为四种主要贵金属中价格表现最佳者。6月初，银价继续走强，自2月下旬后首度短暂涨破18美元/盎司，已收复3月份抛售潮以来的全部跌幅。

- 银价近期强劲回升至年内前高附近，得益于金价回升的助力推动。3月份金/银价格比率迭创历史新高，使白银日益显得被低估。尽管4月份以来金/银价格比率急剧下降，6月初已降至95:1左右，但以历史标准衡量，仍处于高位。
- 流动性紧张状况缓解，市场风险偏好回暖，也助力白银上涨。资金面和信心面的改善，使投资者更乐意买入白银，将之视为以加杠杆的方式炒作黄金。例如，5月份，Comex白银期货净多头仓数翻了近一番，已重返3月初金融市场崩盘前夕的高位。
- 投资者对白银ETPs的需求仍保持旺盛，受此推动，5月份全球ETPs的总持仓量创出2010年来最大增幅，增仓量中逾80%来自在北美上市的白银基金。除投资者对白银的兴趣日益浓厚外，美国银币和银条的供应中断仍在持续，部分主要商品溢价上升，也推动资金流向该国的白银ETPs。
- 展望未来，我们的价格预测已经从上期月报发布以来向上调整，这主要是由于我们对黄金走势的看法更趋乐观。预计黄金涨势将延续至今年下半年，银价也将随之走高，4季度有望涨破20美元/盎司关口。
- 进入2021年后，由于金价挑战历史峰值后，很可能因投资者获利了结而回落，银价或也将随之回落。不过鉴于宏观经济环境总体上支持贵金属投资，投资者获利减仓的幅度应有限。因此，我们预计2021年1季度银价温和回撤后，从2季度起就有望重拾升势。

白银市场现状与展望

- 4月份，印度白银进口量同比剧降60%，至185吨，但已较3月份小幅上升。随着5月份印度多地防疫封锁限制措施的放松，市场情绪继续回暖。由于印度农村地区受新冠肺炎疫情的冲击相对较轻，一旦经济活动开始重启，白银需求有望快速回升。此外，由于很长一段时间以来，银价走势都落后于金价，当地银价保持在50,000卢比/公斤上方，也可能会吸引新投资者买入白银。
- 在矿产白银供应方面，5月底全球最大产银国墨西哥的各矿山已开始复工复产，预计6月份就将恢复满负荷生产。3月30日开始实施防疫封锁政策后，该国大部分矿山的生产经营都已暂停。
- 美国含银工业废料的回收精炼作业，受防疫限制措施的冲击程度低于预期。其原因在于，首先，精炼厂被视为基础产业，一直获准保持正常生产；其次，回收商和制造商利用这一生产经营陷于停摆的时段，彻底清理内部废料存量，使可回收的含银废料供应量增加（虽然这些废料的含银率通常很低）。
- 很多发达国家逐步解除防疫封锁措施后，5月份白银工业需求量开始回升，不过消费者信心低迷，失业率飙升这两大利空继续打压很多白银终端应用领域（汽车业、消费电子产品行业等）的需求。对本已被迫面临项目推迟的光伏产业来说，随着疫情蔓延至更多新兴市场国家，导致经济状况较预期更为恶化，下行压力也进一步增大。
- **价格预测风险因素：**主要经济体因爆发第二波新冠肺炎疫情而遭受重创，仍是银价下行最大风险因素。一旦疫情卷土重来，恐慌性抛售潮很可能愈演愈烈。此外，美中紧张关系急剧升级，也将对投资者情绪产生负面影响，进而导致银价承压下行。

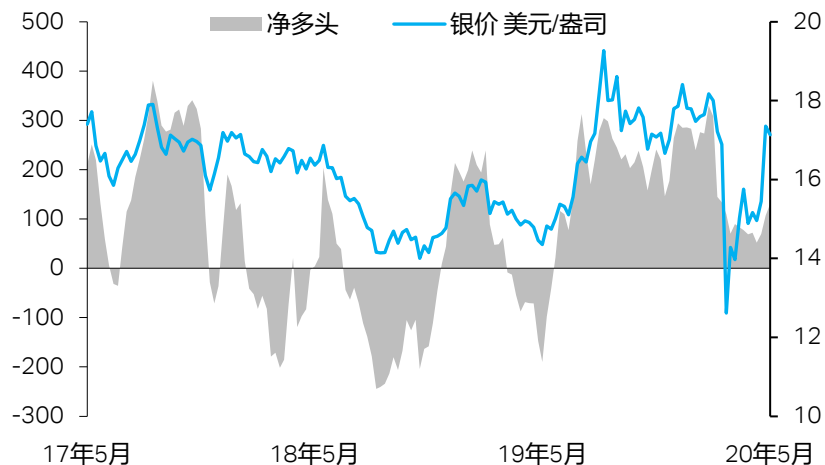
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



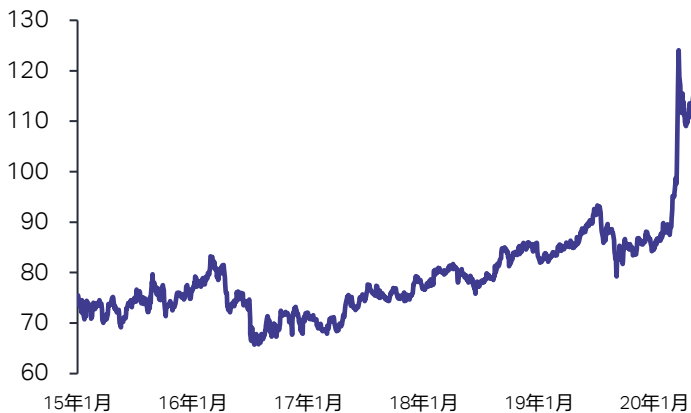
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



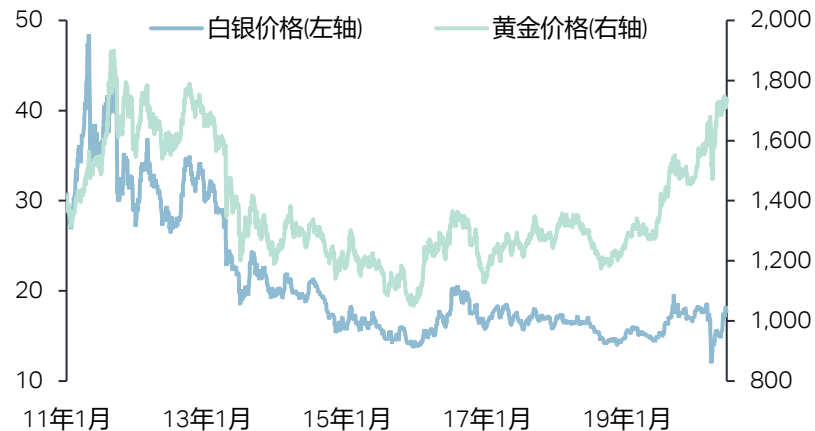
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

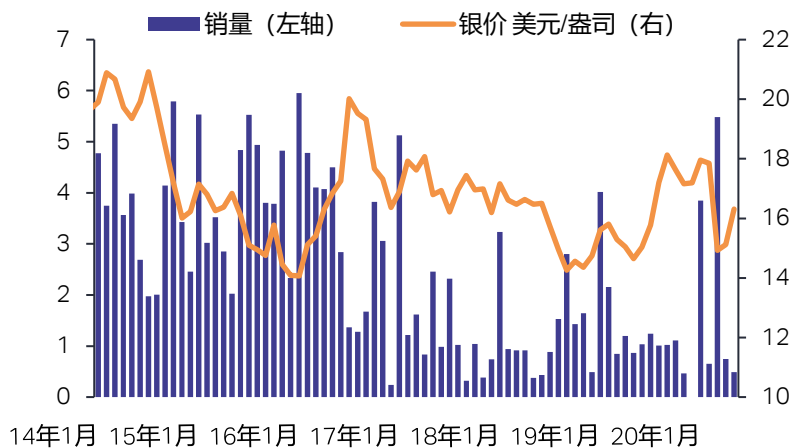
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

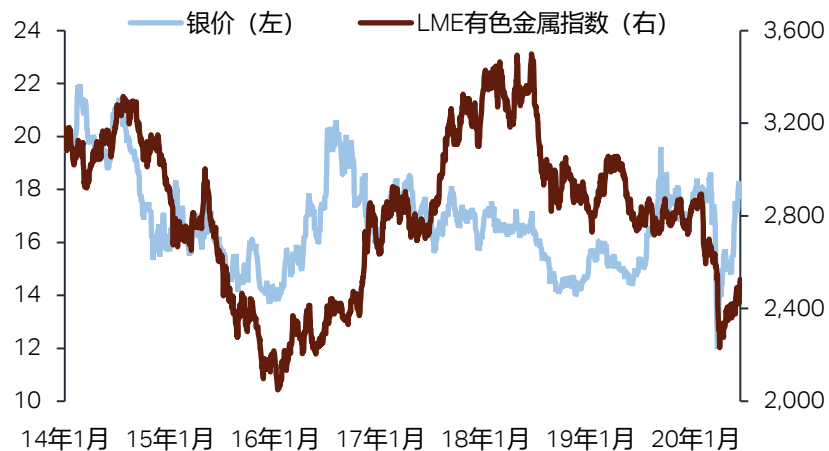
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



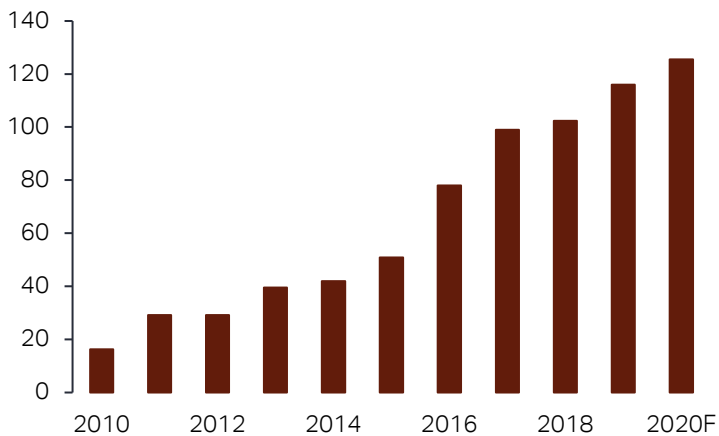
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



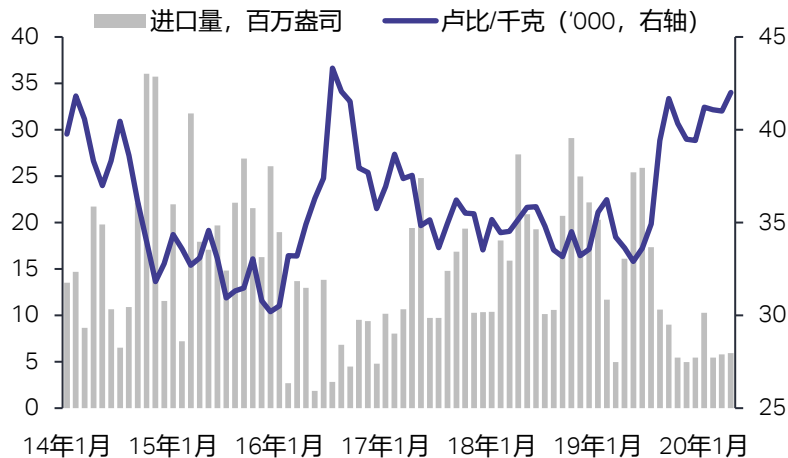
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



来源: GTM Research

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

4月份铂金价格走势落后于黄金，但5月份均价较上月上涨5.9%，跑赢黄金涨幅。受投资者对铂金兴趣复燃的推动，5月18日铂价自3月11日以来首度涨破800美元/盎司，20日攀升至867美元/盎司的高点，之后小幅回落，月末报收于844美元/盎司。

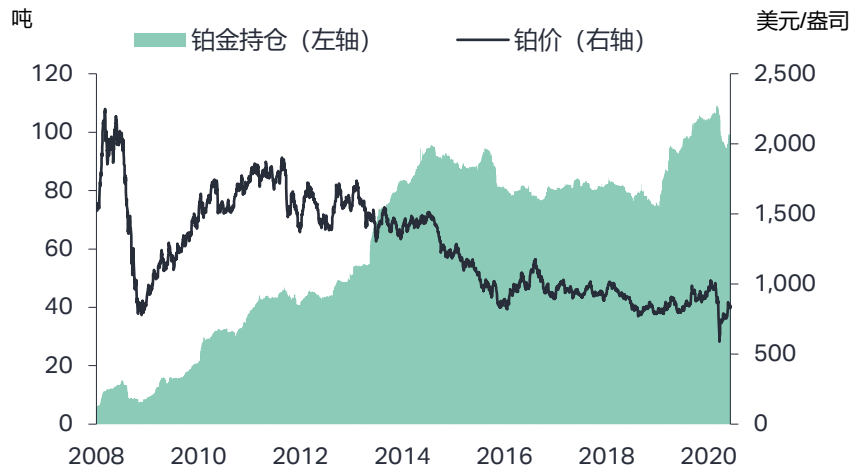
- 鉴于过去两月间铂价呈上行走势，我们已上调今年剩下时间内的铂价预测值。预计进入2021年1季度后，由于金价将回落，铂价也将小幅回调。据我们研判，随着世界各国逐步解除防疫封锁措施，经济活动增加，铂价应不会再次下试今年1季度创出的低点，相应的也修正了2季度和3季度铂价高点和低点的波动范围。
- 5月份，资金净流入铂金ETP，推动全球铂金ETP的总持仓量增长5%，增仓数量达16.5万盎司，其中北美ETP净增持6.1万盎司（增幅达7%），南非和欧洲的ETP各净增持约4.5万盎司。值得注意的是，5月中旬铂金ETP增仓数量相当大，之后至月底，随着铂价涨破800美元/盎司，部分投资者获利了结，ETP每日都小幅减仓。预计在黄金上涨的带动下，2020年后期铂金ETP的持仓量将逐步回升至2019年底时的水平。
- 得益于专业投资者对铂金的兴趣显著上升，5月份管理基金持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓位翻了一番（73.5万盎司），已逼近3月初铂价暴跌之前的持仓量水平（78.3万盎司）。与4月份相比，总多头仓位增长23%，至98.7万盎司，总空头仓位则剧降45%。
- 再来看实物铂金市场，3月份铂价暴跌后中国铂金进口量飙升至创纪录高位，但进入4月份后，随着铂价回升，进口量已重返更为正常的水平，为14万盎司。

铂金市场现状与展望

- 为刺激消费，中国政府将五一假期从3天延长至5天。据报道，长假期间首饰销势良好。但由于就业形势不确定性加剧，消费者储蓄欲望日益上升，预计2020年中国铂金首饰需求量将下降20%，至180万盎司。
- 在供应方面，从6月1日起南非政府将全国封锁等级降为三级，允许各矿山在运营严重受限达九周后全面复工复产。由于针对工人而新颁布的卫生防疫措施将影响生产率，2020年剩下时间内南非铂金产量或将继续下降。撰写本报告之时，南非聚集性疫情爆发点仍达158例，随着封锁措施放松，这些地方的疫情很可能仍将持续。面临这些持续存在的挑战，预计2020年南非矿产铂金供应量将减少75.3万盎司，至360万盎司。
- 英美铂业旗下的ACP工厂因事故停产达10周后于5月12日复产，但随后宣布该工厂的第二期转化炉因冷却系统渗水而遭关闭。第一期转化炉又在进行大修，预计要到2021年2季度才能恢复正常运行。由于高达41%和23%的矿产铂金和钯金产量由该厂加工，ACP工厂长时间停工，将严重影响全球铂族金属供应。
- 与供应情况一样，今年早期以来汽车业的铂族金属需求也因新冠肺炎疫情的爆发而持续受到严重冲击。4月份的销售数据显示，全球轻型汽车销量同比剧降45%。5月份，欧洲新车销量的降幅已从4月份创纪录的80%收窄至57.3%。北美地区汽车市场受到的冲击略小一些，4月份汽车销量降幅为46%。有鉴于此，我们已把2020年全球汽车行业的铂金需求量预测数字下调至250万盎司，较2019年下降14%。
- **价格预测风险因素：**刺激消费者购买汽车的一系列政策措施可能对汽车业的铂金需求产生正面影响，但政府有针对性地推动汽车电气化的加速发展，则可能对本已处于困境的柴油车市场产生更大负面冲击。

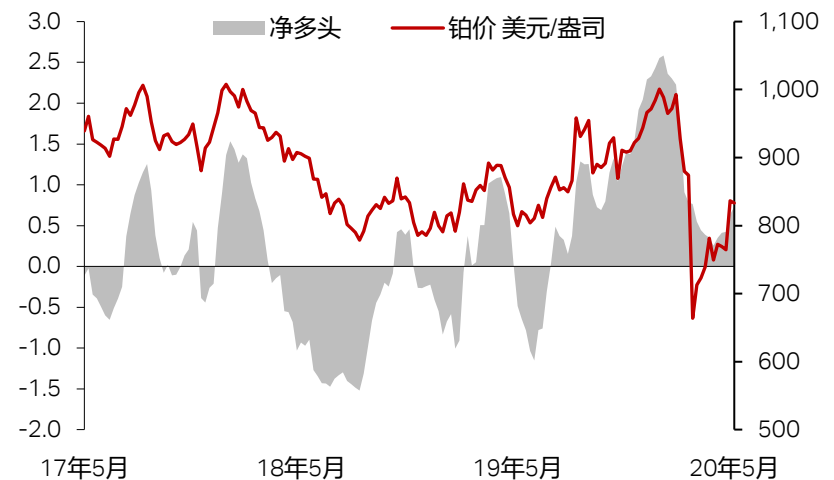
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



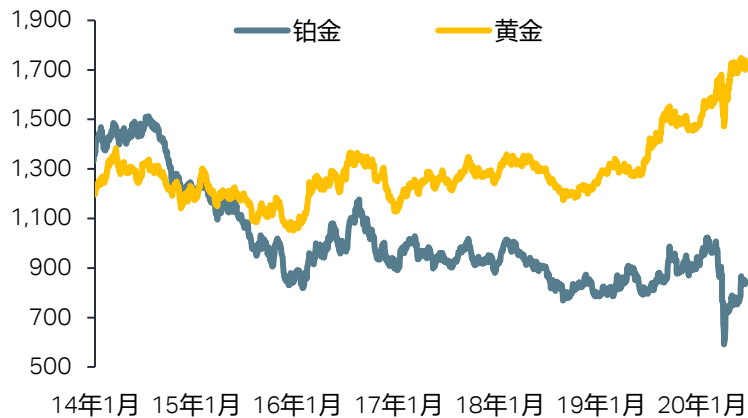
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



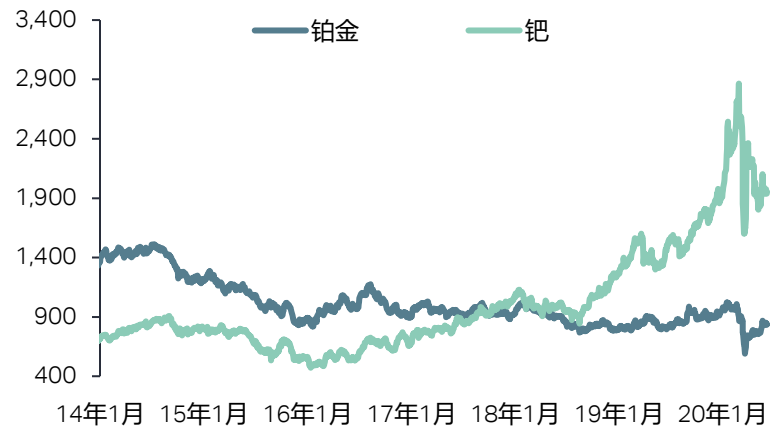
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

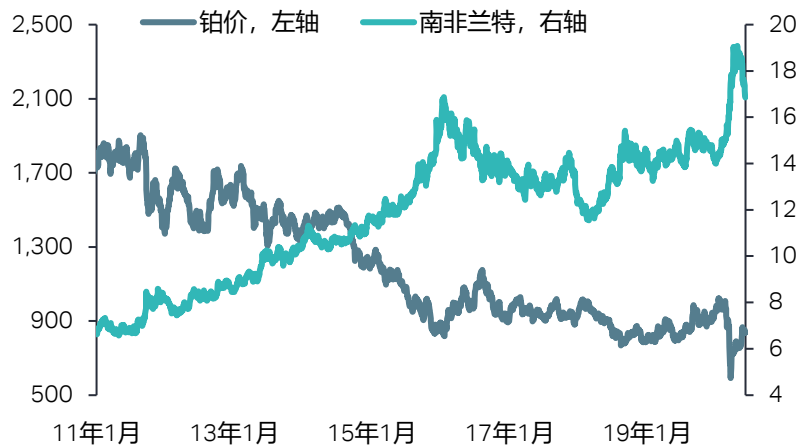
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

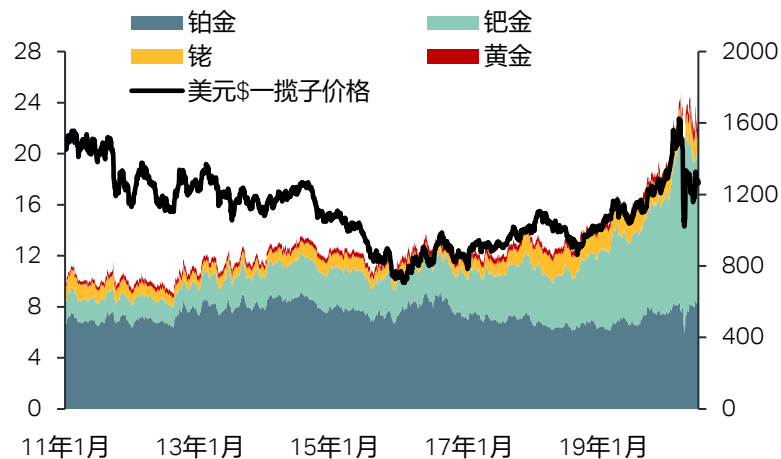
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



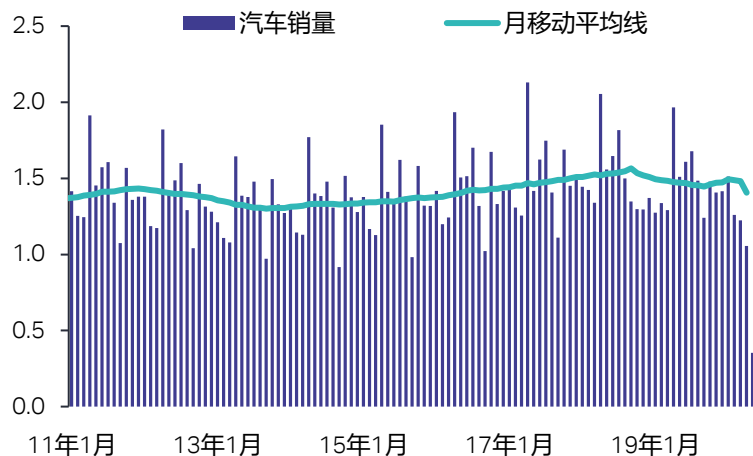
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



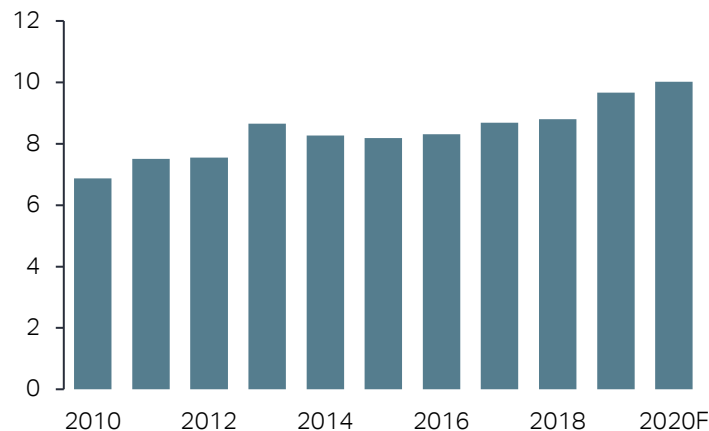
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

铂金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

由于5月份钯金价格呈下行走势，一路下跌至1,700美元/盎司，临近月末时虽短暂反弹至2,000美元/盎司上方，却未能站稳，我们已下调了今年2季度的钯价预测值，但下半年的钯价预测仍保持不变。我们维持2021年1季度钯价有望上试3,000美元/盎司高点的研判，但预期之后的2季度由于投资者获利了结，钯价将回调修正。

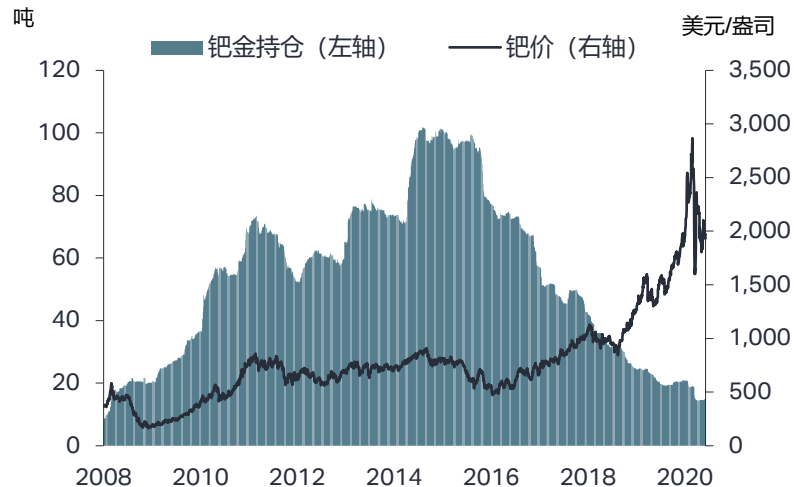
- 5月初，由于汽车业销量预期遭进一步下调的消息冲击市场，钯价承压下行。虽然中旬钯价一度反弹至2,100美元/盎司上方，却未能站稳，月末报收于略低于2,000美元/盎司的价位。
- 由于既有疫情冲击，钯价又处于高位，牙科业和电子工业都继续以其他材料来替代钯金，加之化工业的产量又走低，2020年钯金工业需求量将进一步下降。我们预计工业部门的钯金总需求量将降至160万盎司，创出历史新低。
- 4月份，中国汽车市场快速复苏，汽车销量已回升至去年同期水平，预计5月份销量将同比增长12%。但由于2月和3月汽车销量急剧下降，预计今年全年中国汽车业的钯金需求量仍将下降2.5%，至210万盎司。
- 北美汽车市场的情况也类似，虽然5月份美国汽车年化销量已从4月份的870万辆升至1,221万辆，我们仍预计今年全年北美汽车业的钯金需求量将下降14%，至160万盎司，重返2012年时的低位。
- 总体而言，我们预计2020年全球汽车业的钯金需求量将减少100万盎司，降至789万盎司，创出五年来新低。

钯金市场现状与展望

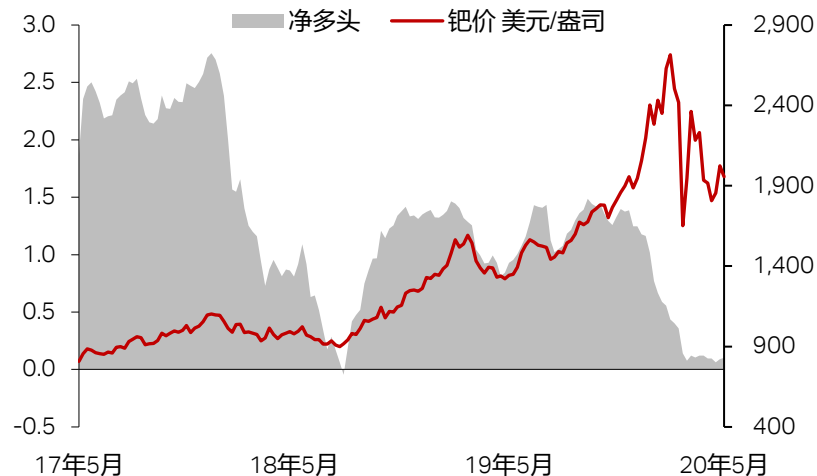
- 由于钯金生产基地的地理分布更为多元化，而且南非露天矿山产量对总产量的贡献率更高，钯金供应受新冠肺炎疫情防控措施的影响相对较小。高达85%的铂金供应受到防疫封锁措施的影响，相比之下，仅有42%的钯金供应受到影响。
- 爆发新冠肺炎疫情后，加拿大主产钯金的Lac des Iles矿山遭关闭六周。西班牙耶-静水矿业公司已推迟向旗下布里兹矿山投入非必需的扩产资金，但仍预期其北美矿山的钯金产量将实现较大幅度增长。
- 综合考虑供需两方面情况，预计2020年整体实物钯金供应短缺量将从2019年的59.5万盎司大幅收窄至12.4万盎司，接近实现供需平衡。不过，今年下半年预计钯金供应将逐渐趋紧，钯价应能回升至前高附近。
- 在投资方面，5月份全球钯金ETP的持仓量变化甚微，其中南非和欧洲ETP的持仓量都仅增长2%，北美ETP（其持仓量占全球总量的42%）的持仓量则较上月下降1.8%。
- 5月上半月，Nymex钯金期货净多头仓数继续下降，但得益于专业投资者对钯金的兴趣复燃，总多头仓位增加2.3万盎司，结果月底时净多头仓数较4月底上升6%。
- **价格预测风险因素：**汽车业销量预期遭进一步下调是钯价下行最大风险因素。另一方面，新冠肺炎疫情对南非钯金生产的冲击（加拿大钯金生产也可能受到影响），则可能导致全球矿产钯金供应的稳定性需要较预期更长时间才能实现。

钯金市场现状与展望

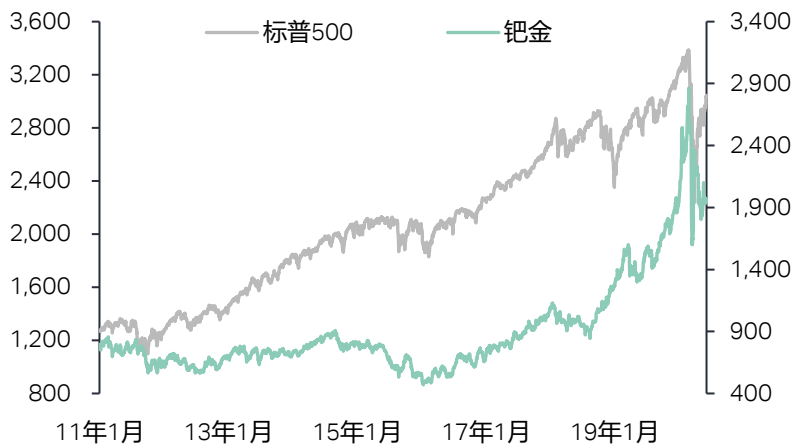
交易所上市基金, 吨



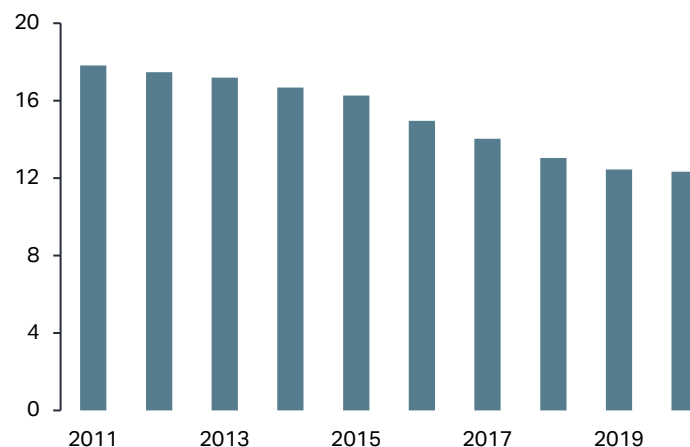
Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



钯价 & 标普 500



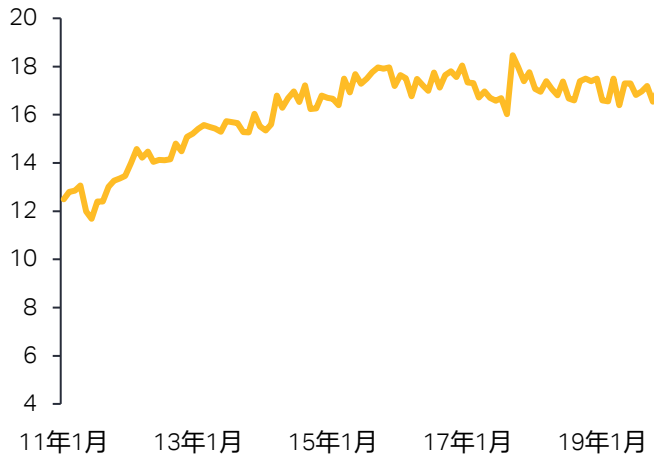
钯金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus
2020年底预测并未将近期供应中断纳入考量。

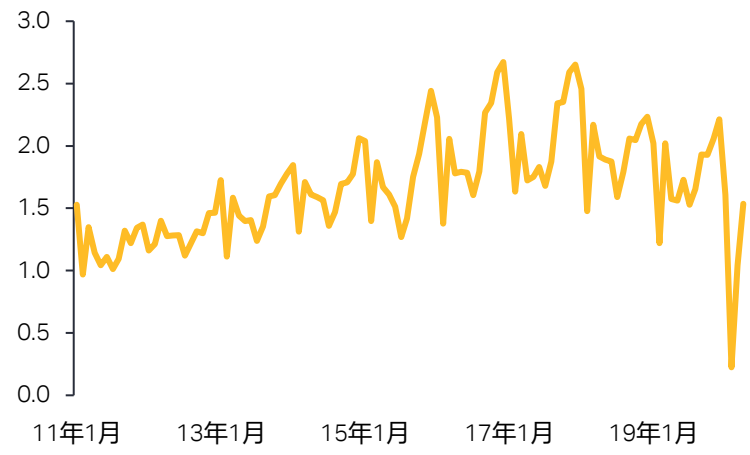
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



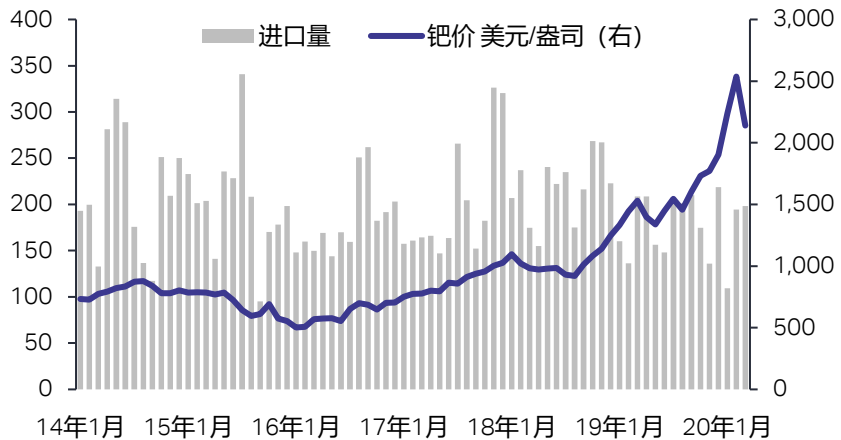
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



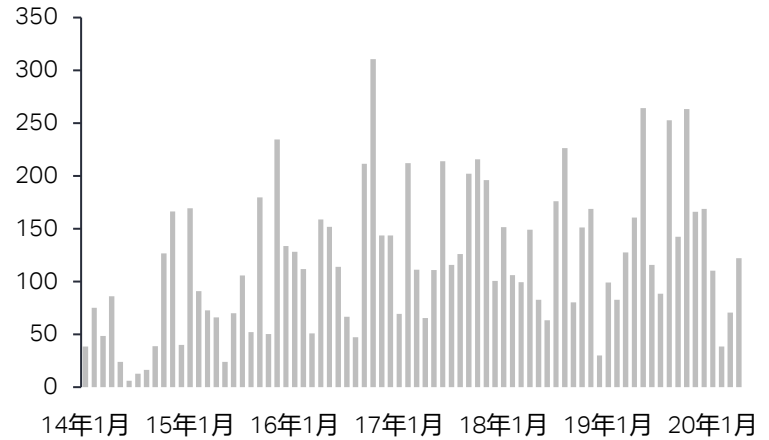
来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口, 千盎司



来源: IHS



The Metals Focus Team

Philip Newman, 董事

Charles de Meester, 董事

Wilma Swarts, 铂组金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问, 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问, 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Sanjay Saraf, 区域销售总监

Mirian Moreno, 业务经理

Mansi Belge, 研究助理, 孟买

Adarsh Diwe, 研究助理, 孟买

Nikos Kavalis, 董事

Adam Webb, 矿业组主管

Neil Meader, 研究与咨询经理

Chirag Sheth, 南亚顾问, 孟买

Yiyi Gao, 高级研究员, 上海

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 顾问, 孟买

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉

Celine Zarate, 顾问, 马尼拉

Jie Gao, 研究员, 上海

Sarah Tomlinson, 研究员

Neelan Patel, 区域销售总监

Sonya Boromand, 办公室经理

M# METALS FOCUS

联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf
2-10 Hertford Road
London N1 5ET
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

www.metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

免责声明 和 版权声明

Metals Focus是此报告所有版权的所有者。本公司已尽力确保本书中信息的准确性，但是不担保本报告中预测性和假设性内容的准确性。本报告仅为提供信息之用，不可作为投资者购入或卖出任何证券产品的依据，亦不提供任何与投资买卖相关的建议。**Metals Focus**公司在此明确对下述情况不承担任何责任：任何个人或组织由于阅读或依赖本书引发的任何直接、间接以及由此可能产生的损失，包括（但不限于）收入损失、经营损失、利润或合同损失、预计存款损失、信誉损失以及侵权、合同中断或其他可以预见的损失。